

Maciej Stradomski\*  
Dariusz Zawadka\*\*

## RODZINNE FUNDUSZE PODWYŻSZONEGO RYZYKA – FAMILY VENTURE CAPITAL

### 1. WPROWADZENIE

Fundusze podwyższonego ryzyka (dalej VC) na trwałe wrosły w krajobraz rynku kapitałowego. Obecnie obserwujemy nie tylko ich dalszy szybki rozwój, ale coraz częściej można zauważyć zjawisko dyferencjacji polegające m. in. na specjalizacji branżowej poszczególnych funduszy. Jednocześnie obszar działalności VC ograniczany jest przez instytucje, takie jak fundusze *private equity*, aniołowie biznesu i alternatywne systemy obrotu funkcjonujące na sąsiadujących rynkach względem VC z punktu widzenia cyklu życia przedsiębiorstwa<sup>1</sup>. Postępujące dojrzewanie branży funduszy podwyższonego ryzyka, a także zmiany o charakterze globalnym, w tym trwający od kilku lat kryzys finansowy pociągają za sobą dalsze mutacje podstawowej koncepcji VC. Jedną z ciekawych odmian VC, rzadko analizowaną w literaturze przedmiotu są rodzinne fundusze podwyższonego ryzyka (ang. *family venture capital* – FVC). Warto zauważyć, iż dotychczasowe badania z zakresu funkcjonowania VC skupiały się głównie na analizie polityki inwestycyjnej, względnej stopy zwrotu, czy też wpływie VC na sposób funkcjonowania przedsiębiorstw portfelowych. Relatywnie rzadko był podnoszony problem oddziaływania struktury własności VC na zasady jego funkcjonowania oraz osiągane stopy zwrotu. Należy zauważyć, iż podobnie jak w przypadku klasycznych przedsiębiorstw produkcyjnych, handlowych czy usługowych, tak i w przypadku VC struktura własności, pochodzenie kapitału, poziom koncentracji etc. mogą mieć znaczący wpływ na charakterystykę podmiotu gospodarczego. Fried i Hisrich zwrócili ponadto uwagę, iż koszty funk-

---

\* Dr hab., Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.

\*\* Dr, Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu.

<sup>1</sup> D. Zawadka, *Alternatywne systemy obrotu jako instytucje niwelujące lukę na rynku kapitałowym*, Wielkopolska Biblioteka Cyfrowa, Poznań 2012, s. 165–172.

cjonowania VC ponoszone przez inwestora nie zawsze mogą być uzasadnione<sup>2</sup>, co mogłoby sprzyjać powstawaniu FVC kosztem mniejszego zainteresowania powierzeniem środków klasycznemu VC. Celem pracy jest wskazanie najistotniejszych cech wyróżniających FVC na tle pozostałych funduszy podwyższonego ryzyka oraz analiza wpływu struktury kapitałodawców na funkcjonowanie funduszu podwyższonego ryzyka.

## 2. GENEZA I FUNKCJONOWANIE VC

Przedsiębiorcy od dawna poszukiwali majątnych osób do finansowania projektów inwestycyjnych, którzy byliby skłonni partycypować w zyskach i ryzyku wynikającym z działalności gospodarczej. Finansujący na podstawie własnej wiedzy i subiektywnej oceny perspektyw poszczególnych przedsięwzięć dokonywali alokacji swoich zasobów. Przykładem takiego działania może być poszukiwanie finansowania na wyprawę Krzysztofa Kolumba. Po nieudanych próbach pozyskania finansowania zwrócił się on do królowej Hiszpanii Izabeli i króla Ferdynanda, którzy nie tylko zaoferowali finansowanie wyprawy, ale także zobowiązali się do pomocy w organizacji i zarządzaniu oraz rekrutacji załogi<sup>3</sup>. Ponadto K. Kolumb miał zagwarantowany udział w zyskach z wyprawy, co upodabnia tę sytuację do aktualnych umów inwestycyjnych zawieranych pomiędzy przedsiębiorcami a funduszami VC.

W literaturze przedmiotu jako początki VC wskazuje się na XVIII w., kiedy zamożne osoby zaczęły wspierać różne przedsięwzięcia na wczesnym etapie rozwoju. Takie zjawisko występowało zarówno na Starym Kontynencie, jak i w USA. Wysoka rentowność przedsiębiorstw z branż przemysłowych, surowcowych i bankowości pozwoliły rodzinom Carnegie, Mellonów czy Rockefellerów na inwestowanie w nowe przedsięwzięcia<sup>4</sup>. Apogeum aktywności zamożnych rodzin na rynku kapitału podwyższonego ryzyka wystąpiło w XIX i na początku XX w.<sup>5</sup> Cechą charakterystyczną wspomnianych przedsięwzięć było wysokie ryzyko wynikające z wczesnej fazy rynkowej przedsiębiorstwa, branży lub oferowanych produktów.

Punkt kulminacyjny rozwoju VC nastąpił dopiero w latach 40. XX w., kiedy to miała miejsce instytucjonalizacja procesów zachodzących w praktyce gospodarczej. W Stanach Zjednoczonych powstało American Research and Development Corporation – fundusz podwyższonego ryzyka, którego celem była

<sup>2</sup> V. H. Fried, R. D. Hisrich, *Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making*, „Financial Management” 1994, Vol. 23, No. 3, Venture Capital Special Issue.

<sup>3</sup> P. Mathonet, T. Meyer, *J Curve exposure*, John Wiley & Sons 2009, s. 3.

<sup>4</sup> K. Arundale, *Raising Venture Capital Finance in Europe*, Kogan Page Limited 2007, s. 5.

<sup>5</sup> R. C. Smith, *Managing Venture Capital Investments*, Finance Working Papers, FIN-05-030, New York 2005, s. 1.

komercjalizacja prac badawczych nad rozwojem technologicznym<sup>6</sup>. W latach 1946–1957 instytucja ta była jedynym funduszem działającym na rynku amerykańskim i światowym<sup>7</sup>. W tym samym czasie w Wielkiej Brytanii na skutek realizacji zaleceń komisji MacMilliana powstała Industrial and Commercial Finance Corporation (obecne 3i), której założycielem było 5 komercyjnych banków oraz Bank Anglii<sup>8</sup>. Była to reakcja na raport z 1931 r., który ukazywał lukę w finansowaniu przedsięwzięć o kapitałach przewyższających zdolności finansowe pojedynczych przedsiębiorców, a jednocześnie niewystarczająco dużych aby mogły poszukiwać finansowania na rynku publicznym. Zjawisko to nazwano luką MacMilliana, a powszechnie w literaturze przedmiotu stosuje się określenie luka kapitałowa<sup>9</sup>.

Z początkiem lat 60. XX w. nastąpił silny napływ kapitału na rynek inwestycji podwyższonego ryzyka ze strony banków, towarzystw emerytalnych, funduszy ubezpieczeniowych, przedsiębiorstw nastawionych proinnowacyjnie oraz zamożnych prywatnych inwestorów. Znalazło to swoje odzwierciedlenie we wzroście liczby samych funduszy VC, jak i wartości środków, którymi zarządzały.

Na przełomie lat 70. i 80. XX w. nastąpiło kolejne przyspieszenie w rozwoju VC w USA z powodu zmian legislacyjnych, tj. obniżenia podatku od zysków kapitałowych oraz umożliwienia funduszom emerytalnym większego udziału w finansowaniu VC<sup>10</sup>. Działania te miały pośrednio wpłynąć na podniesienie innowacyjności i konkurencyjności gospodarki Stanów Zjednoczonych oraz przyczynić się do wzrostu gospodarczego tego państwa.

W Europie rynek kapitału podwyższonego ryzyka stał się sektorem na przełomie lat 70. i 80. XX w. za sprawą licznie powstających funduszy oraz profesjonalnych stowarzyszeń, takich jak: European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) czy British Venture Capital Association<sup>11</sup>. W chwili obecnej EVCA zrzesza organizacje z wszystkich krajów członkowskich Unii Europejskiej.

Wśród źródeł kapitału funduszy VC wymienia się: banki, fundusze emerytalne, firmy ubezpieczeniowe, przedsiębiorstwa, instytucje akademickie, fundacje, agencje rządowe i inwestorów indywidualnych wraz z rodzinami. Z uwagi na oddzielenie funkcji kapitałodawcy od funkcji zarządzającego, większość funduszy VC zawiązywana jest na z góry określony czas, po którym agenci rozli-

<sup>6</sup> A. Kornasiewicz, *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004, s. 76.

<sup>7</sup> M. Wrzesiński, *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008, s. 39.

<sup>8</sup> J. Cecelak, *Luka kapitałowa w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] J. Grzywacz, S. Kowalski (red.), *Rozwój przedsiębiorczości w gospodarce rynkowej*, Instytut Nauk Ekonomicznych, Płock 2010, s. 72.

<sup>9</sup> S. Bloomfield, *Venture Capital Funding*, Kogan Page Limited 2005, s. 12.

<sup>10</sup> M. Wrzesiński, *op. cit.*, s. 40.

<sup>11</sup> K. Arundale, *op. cit.*, s. 6.

czani są z uzyskanych wyników. W zdefiniowanym okresie fundusze te gromadzą środki na inwestycje, poszukują projektów i przeprowadzają wejścia kapitałowe oraz dezinwestycje by na koniec zwrócić zainwestowane środki inwestorom pierwotnym.

Kryzys na rynkach finansowych oraz idący za tym spadek zaufania do zewnętrznych zarządzających i instytucji na rynku kapitałowym sprawił, że inwestorzy indywidualni mogą mieć większą skłonność do przeprowadzania inwestycji samodzielnie aniżeli do alokowania swoich środków finansowych w fundusze *venture capital* działające jako wyspecjalizowane podmioty zarządzające.

### 3. ISTOTA FIRMY RODZINNEJ

Przedsiębiorstwo, którego dominującym właścicielem są członkowie jednej rodziny uznaje się powszechnie w literaturze przedmiotu za firmę rodzinną. Trywialny na pozór problem, związany z prawidłowym zdefiniowaniem firmy rodzinnej stał się w chwili obecnej niemalże niezależnym nurtem badań w zakresie teorii przedsiębiorstwa, a liczba koncepcji i definicji firmy rodzinnej zbliża się do pięćdziesięciu. Zazwyczaj jednak przyjmuje się, iż firma rodzinna to podmiot gospodarczy, w którym<sup>12</sup>:

- istnieje dominujący właściciel, który jest jednocześnie założycielem firmy zaangażowanym w zarządzanie podmiotem i posiadaczem akcji (udziałów) gwarantujących mu sprawowanie kontroli nad strategicznymi decyzjami (zasobami) przedsiębiorstwa,
- dominujący właściciel jest prezesem zarządu firmy lub kluczowym członkiem rady nadzorczej,
- przynajmniej jeden z pozostałych członków rodziny jest członkiem zarządu lub rady nadzorczej.

Tak zdefiniowana firma rodzinna może być przedmiotem odrębnej analizy, wyróżniającym się spośród całej populacji podmiotów gospodarczych<sup>13</sup>. W tym miejscu warto zastanowić się nad kluczowymi wyróżnikami firmy rodzinnej, do których z pewnością należy zaliczyć:

- zatrudnieni pracownicy: co najmniej jeden członek rodzinny jest zatrudniony w przedsiębiorstwie lub aktywnie wspiera jego działalność,
- przebieg kariery zawodowej: istnienie firmy rodzinnej w dużym stopniu determinuje wybór ścieżki kariery zawodowej przez członków rodziny,

<sup>12</sup> M. Stradomski, *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010, s. 41–48.

<sup>13</sup> J. Allen, D. Brannon, D. F. Kuratko, M. H. Morris, *Experiencing Family Business Creation: Differences between Founders, Nonfamily Managers, and Founders of Nonfamily Firms*, „Entrepreneurship Theory and Practice” 2010, Vol. 34, Issue 6, s. 1057–1084.

- dziedziczenie: istniejące stosunki rodzinne wpływają w istotnej mierze na sukcesje własności i kontroli w przedsiębiorstwie,
- zarządzanie: członkowie rodziny wywierają znaczący wpływ lub bezpośrednio zarządzają firmą rodzinną,
- system wartości i celów: wartości kultywowane w rodzinie znajdują odzwierciedlenie w systemie misji i wizji przedsiębiorstwa rodzinnego, przeświadczenie o konieczności utrzymania rodzinnego charakteru firmy i obowiązku przekazania jej następnym pokoleniom, kultywowanie tradycji i wartości rodzinnych,
- organizacja przedsiębiorstwa: konserwatywne podejście do stosowanych technik produkcji, organizacji i zarządzania,
- sprzężenie zwrotne: brak wyraźnego rozgraniczenia pomiędzy rodziną i firmą,
- wizja firmy: historia rodziny jest ściśle powiązana z historią firmy,
- odpowiedzialność: członkowie rodziny czują się odpowiedzialni zarówno za bieżące funkcjonowanie, jak i perspektywy rozwoju przedsiębiorstwa rodzinnego.
- cel funkcjonowania: długoterminowy interes przekraczający horyzont zainteresowania profesjonalnych (zewnętrznych) menedżerów, stabilizacja biznesu i jego wielopokoleniowe bezpieczeństwo<sup>14</sup>.

Liczne dotychczasowe badania z zakresu funkcjonowania firm rodzinnych relatywnie szeroko analizowały działanie klasycznych przedsiębiorstw z tzw. realnej sfery gospodarki. Opracowania te wskazywały wielokrotnie na specyfikę funkcjonowania firmy rodzinnej niemalże w każdym z podstawowych obszarów działalności.

W tym miejscu należy zadać sobie pytanie, czy fakt oddziaływania rodziny oraz siła tego wpływu dotyczy także specyficznych podmiotów gospodarczych jakimi są fundusze podwyższonego ryzyka.

#### 4. RODZINNE FUNDUSZE PODWYŻSZONEGO RYZYKA – GENEZA

Zaangażowanie rodziny w prowadzenie funduszu podwyższonego ryzyka jest elementem jednej z dwóch alternatywnych strategii:

A. *Strategia rozwoju*

B. *Strategia dywersyfikacji*

Zgodnie ze strategią rozwoju, rodzina staje się właścicielem VC w efekcie zmian właścicielskich, które zaszły w odniesieniu do innego pierwotnego biznesu prowadzonego przez rodzinę. Proces powstania VC związany jest w tym

<sup>14</sup> J. A. McCahery, *Corporate Governance and Innovation Venture Capital, Joint Ventures and Family Businesses*, Working Paper No.65/2006, s. 38.

przypadku zazwyczaj ze sprzedażą historycznie prowadzonej firmy rodzinnej, docelowemu właścicielowi branżowemu lub finansowemu w związku ze zmianą podejścia rodziny do tej działalności. Wielokrotnie bowiem w przypadku firm rodzinnych zachodzi sytuacja, gdy zmiany rynkowe (np. poziom konkurencji wewnętrzzgałęziowej) lub problemy prywatne powodują chęć lub konieczność sprzedaży przedsiębiorstwa, które z założenia miało być przedmiotem sukcesji wielopokoleniowej. Dotychczasowe transakcje, których przedmiotem były firmy uznawane za rodzinne wskazują, iż jedną z podstawowych przyczyn sprzedaży były bariery wzrostu o charakterze kapitałowym lub operacyjnym, które nie mogły zostać przezwyciężone przez dotychczasowych właścicieli rodzinnych. Zgodnie ze strategią rozwoju powstanie FVC jest naturalnym procesem kontynuacji działalności biznesowej przez rodzinę. Ciekawym pozostaje fakt, iż właściciele firm rodzinnych w efekcie sprzedaży swojej działalności relatywnie rzadko angażują się całkowicie w prowadzenie działalności w branżach, w których funkcjonował biznes pierwotny. Może to wynikać z dwóch przesłanek. Po pierwsze, może być to efektem klauzul antykonkurencyjnych, zawartych w umowie sprzedaży biznesu pierwotnego. Po drugie, może wynikać z niechęci do kontynuacji działalności w dotychczasowym zakresie i chęci „sprawdzenia” się w nowych obszarach.

Koncepcja strategii dywersyfikacji zakłada z kolei, że FVC powstają równolegle z prowadzeniem biznesu pierwotnego i stanowią formę dywersyfikacji działalności przez rodzinę. Warto zauważyć, iż wspomniana dywersyfikacja może wynikać nie tylko z klasycznie rozumianych przesłanek redukcji ryzyka. Właściciele firm rodzinnych mogą w późniejszych fazach ich rozwoju mieć potrzebę dalszej kreacji z wykorzystaniem zdobytej wiedzy organizacyjnej. W tym przypadku następuje odejście od charakterystycznej dla firm rodzinnych specjalizacji, a dodatkowa działalność gospodarcza prowadzona jest w ramach wyodrębnionego podmiotu – FVC.

W tym miejscu należy zauważyć, iż koncepcja FVC podobna w swojej istocie do założeń funkcjonowania aniołów biznesu, nie jest z tym absolutnie tożsama. Zgodnie z ogólnie przyjętą definicją działalność aniołów biznesu ma charakter<sup>15</sup>:

- jednorazowy lub przynajmniej okazjonalny,
- niezinstytucjonalizowany,
- non-profit.

Kryterium działalności aniołów wg zasady non-profit należy postrzegać w kategorii marginalizacji motywu zarobkowego względem pozostałych. Należy zakładać, że aniołowie inwestują swoje środki pieniężne nie po to by je stracić,

<sup>15</sup> B. Mikołajczyk, M. Krawczyk, *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*, Difin, Warszawa 2007, s. 50–55.

ale zarówno w literaturze, jak i badaniach wskazuje się na szereg innych nadrzędnych motywów, którymi kierują się inwestorzy<sup>16</sup>.

W przeciwieństwie do aniołów biznesu FVC są profesjonalnymi podmiotami prowadzącymi ciągłą działalność zarobkową w zakresie zarządzania portfelem inwestycji podwyższonego ryzyka. Jedyną cechą, odróżniającą je definicyjnie od klasycznych VC jest ich struktura właścicielska. Można przypuszczać, iż niekiedy działalność prowadzona przez aniołów biznesu zostanie z czasem zinstytucjonalizowana w formie właśnie funduszu typu VC. Stanie się tak wtedy, gdy ilość prowadzonych inwestycji oraz czas poświęcany na ten rodzaj aktywności będzie na tyle istotny, aby stać się podstawową lub przynajmniej dominującą formą aktywności zawodowej dla członków danej rodziny.

W kontekście obecnego kryzysu finansowego, a przede wszystkim kryzysu zaufania do szeroko rozumianego sektora bankowego (inwestycyjnego), FVC stanowią doskonałą alternatywę dla rodzin w zakresie działalności inwestycyjnej prowadzonej do tej pory przez zewnętrzne instytucje w ramach programów *wealth management*, *family office* etc.

## 5. SPECYFIKA RODZINNYCH FUNDUSZY PODWYŻSZONEGO RYZYKA

Zgodnie z założeniem przyjętym na wstępie, struktura właścicielska funduszu wpływa na sposób jego funkcjonowania, organizację wewnętrzną, a w szczególności na szeroko rozumianą politykę inwestycyjną. Analiza charakterystyki FVC może być przeprowadzona w oparciu o zidentyfikowane już cechy firmy rodzinnej przy uwzględnieniu specyfiki działalności VC.

Spośród wielu cech specyficznych firmy rodzinnej, w tym wymienionych w poprzednim rozdziale, należy wskazać na te, które w przypadku funduszy FVC mogą mieć charakter przewagi konkurencyjnej. Takie zestawienie zawiera tab. 1.

Mając na uwadze wnioski wyciągnięte z obecnego kryzysu finansowego wydaje się, iż to właśnie długoterminowy charakter zaangażowania oraz racjonalne oczekiwania co do oczekiwanej stopy zwrotu stają się kluczowymi wyróżnikami FVC. Warto zauważyć, iż kluczowym wyróżnikiem wskazywanym w literaturze przedmiotu firm rodzinnych staje się cel ich funkcjonowania – stabilizacja i bezpieczeństwo wzrostu. W obliczu oczekiwań stawianych przez dostawców kapitału do klasycznych funduszy VC przeniesienie celu firmy rodzinnej na grunt zarządzania funduszem VC wydaje się z jednej strony bardzo ciekawe, z drugiej ryzykowne.

<sup>16</sup> R. T. Harrison, C. M. Mason, *Does Gender Matter? Women Business Angels and the Supply of Entrepreneurial Finance in the United Kingdom*, Hunter Centre for Entrepreneurship, University of Strathclyde, Glasgow 2005, s. 14.

Tabela 1

## Zestawienie cech charakterystycznych FVC

| Cecha   | Opis  |
|---|---|
| Długoterminowy charakter zaangażowania inwestycyjnego   | W wielu przypadkach FVC nie posiadają z góry narzuconych limitów czasowych inwestycji. Wynika to m. in. z faktu, iż zaangażowany kapitał ma charakter rezydualny w majątku rodziny i nie ma potrzeby jego wycofywania w ściśle określonym momencie.   |
| Elastyczne warunki wejścia  | FVC nie posiadają silnie zinstytucjonalizowanych warunków procedur wejścia. Role komitetów kredytowych (inwestycyjnych) pełni najczęściej osoba zarządzająca lub rada rodziny przypominająca instytucje rady nadzorczej.  |
| Emocjonalny stosunek do przedmiotu inwestycji   | FVC ze względu na silne powiązania z właścicielem oraz koncentrację własności niemalże gwarantują osobiste zaangażowanie rodzinny w proces inwestycyjny i dalej w nadzór operacyjny.  |
| Transfer praktycznej wiedzy operacyjnej   | Geneza FVC powoduje, iż ich założyciele posiadają istotny kapitał wiedzy (branżowej – operacyjnej lub organizacyjnej), która może być w efekcie bezpośrednich kontaktów transferowana do spółek portfelowych. Co więcej, jest to wiedza ekspercka wewnętrzna, relatywnie tania i zorientowana na wzrost wartości spółki portfelowej.                                |
| Preferencje stabilnego wzrostu i bezpieczeństwa inwestycyjnego  | Długoterminowy charakter FVC, wielopokoleniowe spojrzenie na biznes, a także sytuacja majątkowa założycieli powodują, iż FVC mogą preferować inwestycje w branżach o relatywnie niskiej stopie zwrotu, ale stabilnych przepływach. FVC mogą nie wymagać stóp zwrotu charakterystycznych dla VC działających w modelu podmiotu zarządzającego powierzonymi środkami. |
| Osobisty nadzór nad inwestycją o mniejszym stopniu sformalizowania w stosunku do VC działających w modelu podmiotu zarządzającego powierzonymi środkami | Poprzez osobiste zaangażowanie i udział w inwestycji FVC nie muszą wymagać licznych sformalizowanych procedur raportowania stosowanych przez VC działające w modelu podmiotu zarządzającego powierzonymi środkami.  |
| Warunkiem wejścia są zbudowane relacje w procesie poszukiwania i oceny potencjalnego przedmiotu zasilenia   | Na etapie poszukiwania inwestycji oraz podejmowania decyzji o zaangażowaniu kapitałowym istotnym czynnikiem jest czynnik ludzki lidera reprezentującego podmiot pozyskujący kapitał. Ważne jest, aby obie strony znalazły wspólny język – w przeciwnym wypadku decyzja może być negatywna z uwagi na brak wizji przyszłej współpracy między stronami.               |
| Wysoka odpowiedzialność osobista za podejmowane decyzje   | Eliminacja kosztów agencji, osobiste zaangażowanie i wspieranie inwestycji sprawia, że FVC utożsamia się ze swoimi inwestycjami, gwarantując często własną renomą i zaufaniem wśród podmiotów trzecich bezpieczeństwo obrotu gospodarczego ze spółkami portfelowymi.  |
| Wysokie standardy etyczne i jasna strategia   | Chęć dbania o wizerunek rodziny sprawia, że FVC, znacznie częściej niż w przypadku VC działających w modelu podmiotu zarządzającego powierzonymi środkami, cechować będą wysokie standardy etyczne.   |

Źródło: opracowanie własne.



Wysoka oczekiwana stopa zwrotu oraz relatywnie krótki okres zaangażowania VC wynika nie tylko z wysokich oczekiwań dostawców kapitału, ale przede wszystkim z logiki postępowania funduszy VC. Przy założeniu, iż istotny procent portfela mogą stanowić inwestycje nietrafione lub np. niepłynne, pozostała część portfela musi generować ponadprzeciętne stopy zwrotu. Należy jednak zastanowić się czy lepszy dobór projektów do funduszu, wynikający m. in. z osobistego zaangażowania i wiedzy rodziny w proces inwestycyjny, brak wymuszonych limitów czasowych inwestycji (skrajnie podejście wielopokoleniowej sukcesji) mogą iść w parze z oczekiwaniem niższej stopy zwrotu.

Z perspektywy oceny przez inwestora dwóch rozwiązań, tj. powierzenia środków klasycznemu funduszowi VC oraz utworzenia własnego FVC interesujące wydają się być wyniki badań przeprowadzonych przez Barry'ego<sup>17</sup> oraz Megginsona i Weissa<sup>18</sup>. Wykazali oni, że rynek kapitałowy wyżej wycenia fundusze VC w okresie po realizacji wejść kapitałowych co może sugerować, że inwestorzy doceniają kompetencje funduszy w zakresie monitoringu i nadzorowania spółek portfelowych. Jest to spójne z badaniami Fried i Hisrich, którzy wykazali, że inwestorzy oczekują, że ich środki będą zarządzane przez doświadczoną i sprawdzoną kadrę<sup>19</sup>.

FVC ze względu na swoje cechy polityki inwestycyjnej przypominają niekiedy etyczne fundusze inwestycyjne. O ile jednak etyczna polityka inwestycyjna funduszu jest jedynie deklaratywna, o tyle w przypadku FVC wynika z konieczności i woli dbania o reputację rodziny. Co więcej w przypadku FVC mamy zazwyczaj do czynienia z prostą strukturą właścicielską usprawniającą proces decyzyjny oraz zwiększającą transparentność tego procesu. Należy przypuszczać, iż bezpośredni kontakt z ostatecznym dawcą kapitału (rodzina) jest istotną zaletą FVC w obliczu obaw przed rosnącą anonimowością kapitału. Na problemy wynikające z rozdzielenia funkcji dawcy kapitału oraz zarządzającego funduszem wskazuje Kandel, Leshchinskii i Yuklea<sup>20</sup> oraz Gompers i Lerner<sup>21</sup>. Niedoskonałości rynku w postaci teorii agencji oraz asymetrii informacyjnej mogą istotnie wpływać na efektywność działania funduszu VC. Badania wska-

<sup>17</sup> C. B. Barry, C. J. Muscarella, J. W. Peavy III, M. R. Vetsuypens, *The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies*, „Journal of Financial Economics” 1990, Vol. 27(2), s. 447–471.

<sup>18</sup> W. L. Megginson, K. A. Weiss, *Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings*, „The Journal of Finance”, July 1991, Vol. 46, Issue 3, s. 879–903.

<sup>19</sup> V. H. Fried, R. D. Hisrich, *Venture Capital from the Investor's Perspective*, [w:] R. Brockhaus (red.), *Frontiers of Management Research*, Wellesley 1989; V. H. Fried, R. D. Hisrich, *Venture Capital and the Investor*, „Management Research News” 1992, Issue 4, s. 28–40.

<sup>20</sup> E. Kandel, D. Leshchinskii, H. Yuklea, *Funds Aging Brings Myopia*, „The Journal of Financial Quantitative Analysis” 2011, Vol. 46, No. 2, s. 431.

<sup>21</sup> P. Gompers, J. Lerner, *The Venture Capital Revolution*, „The Journal of Economic Perspective” 2001, Vol. 15, No. 2, s. 145–168.

zują, że podmioty minimalizujące oba wskazane zjawiska są zarządzane efektywniej<sup>22</sup>.

Wydaje się, że w chwili obecnej FVC mogą stanowić atrakcyjną alternatywę względem klasycznych VC działających w modelu podmiotu zarządzającego powierzonymi środkami, opierając swoje funkcjonowanie o rzadkie choć poszukiwane cechy np. zaufanie.

## 6. ZAKOŃCZENIE

Szereg czynników zarówno makro-, jak i mikrogospodarczych wpływa na kształt rynku kapitału podwyższonego ryzyka. Zmiany jakie następują nie pozostają bez wpływu na kształt funkcjonujących na nim instytucji. Dotyczy to także funduszy VC, które ewoluują i ulegają zjawisku dyferencjacji. Jedną z wyraźnie rysujących i wyróżniających się grup funduszy podwyższonego ryzyka są rodzinne fundusze podwyższonego ryzyka będące kontynuacją prowadzonych firm rodzinnych.

W artykule podniesiono problematykę struktury właścicielskiej w funduszach VC jako istotnego czynnika determinującego strategię i standardy działania. Może znajdować to swoje odzwierciedlenie w efektywności działania, wpływając na osiąganą stopę zwrotu przez VC oraz rozwój gospodarczy wspieranych nie tylko finansowo przedsiębiorstw. W pracy przedstawiono istotę funkcjonowania rodzinnych funduszy inwestycyjnych oraz ich specyfikę, wskazując przy tym na istotne czynniki wyróżniające tego typu instytucje.

Zmiany zachodzące na rynkach kapitałowych sugerują, że rozwój FVC może być kontynuowany. W tym kontekście dalsze szczegółowe badania (choćby w zakresie: wpływu FVC na gospodarkę, stosowanych przez nie narzędzi w procesie inwestycyjnym, czy identyfikacji barier rozwoju) wydają się bardzo potrzebne.

## BIBLIOGRAFIA

- Allen J., Brannon D., Kuratko D. F., Morris M. H., *Experiencing Family Business Creation: Differences between Founders, Nonfamily Managers, and Founders of Nonfamily Firms*, „Entrepreneurship Theory and Practice” 2010, Vol. 34, Issue 6.
- Arundale K., *Raising Venture Capital Finance in Europe*, Kogan Page Limited 2007.
- Barry C. B., Muscarella C. J., Peavy III J. W., Vetsuypens M. R., *The Role of Venture Capital in the Creation of Public Companies*, „Journal of Financial Economics” 1990, Vol. 27(2).

---

<sup>22</sup> J. H. Binsbergen, M. W. Brandt, S. J. Koijen, *Optimal Decentralized Investment Management*, „The Journal of Finance” 2008, Vol. 63, No. 4, s. 1849–1895.

- Binsbergen J. H., Brandt M. W., Koijen S. J., *Optimal Decentralized Investment Management*, „The Journal of Finance” 2008, Vol. 63, No. 4.
- Bloomfield S., *Venture Capital Funding*, Kogan Page Limited 2005.
- Cecelak J., *Luka kapitałowa w sektorze małych i średnich przedsiębiorstw*, [w:] J. Grzywacz, S. Kowalski (red.), *Rozwój przedsiębiorczości w gospodarce rynkowej*, Instytut Nauk Ekonomicznych, Płock 2010.
- Fried V. H., Hisrich R. D., *Toward a Model of Venture Capital Investment Decision Making*, „Financial Management” 1994, Vol. 23, No. 3, Venture Capital Special Issue.
- Fried V. H., Hisrich R. D., *Venture Capital and the Investor*, „Management Research News” 1992, Issue 4.
- Fried V. H., Hisrich R. D., *Venture Capital from the Investor's Perspective*, [w:] R. Brockhaus (red.), *Frontiers of Management Research*, Wellesley, 1989.
- Gompers P., Lerner J., *The Venture Capital Revolution*, „The Journal of Economic Perspectives” 2001, Vol. 15, No. 2.
- Harrison R. T., Mason C. M., *Does Gender Matter? Women Business Angels and the Supply of Entrepreneurial Finance in the United Kingdom*, Hunter Centre for Entrepreneurship, University of Strathclyde, Glasgow 2005.
- Kandel E., Leshchinskii D., Yulea H., *Funds Aging Brings Myopia*, „The Journal of Financial Quantitative Analysis” 2011, Vol. 46, No. 2.
- Kornasiewicz A., *Venture Capital w krajach rozwiniętych i w Polsce*, CeDeWu, Warszawa 2004.
- Mathonet P., Meyer T., *J Curve exposure*, John Wiley & Sons 2009.
- McCahery J. A., *Corporate Governance and Innovation Venture Capital, Joint Ventures and Family Businesses*, Working Paper No.65/2006.
- Megginson W. L., Weiss K. A., *Venture Capitalist Certification in Initial Public Offerings*, „The Journal of Finance” 1991, Vol. 46, Issue 3.
- Mikołajczyk B., Krawczyk M., *Aniołowie biznesu w sektorze MSP*, Dfin, Warszawa 2007.
- Smith R. C., *Managing Venture Capital Investments*, Finance Working Papers, FIN-05-030, New York 2005.
- Stradomski M., *Finansowanie obce firm rodzinnych na rynku niedoskonałym*, Polskie Wydawnictwo Ekonomiczne, Warszawa 2010.
- Wrzesiński M., *Kapitał podwyższonego ryzyka. Proces inwestycyjny i efektywność*, Szkoła Główna Handlowa w Warszawie, Warszawa 2008.
- Zawadka D., *Alternatywne systemy obrotu jako instytucje niwelujące lukę na rynku kapitałowym*, Wielkopolska Biblioteka Cyfrowa, Poznań 2012.

Maciej Stradomski,  
Dariusz Zawadka

## FAMILY VENTURE CAPITAL

This article describes the essence of venture capital market. Changes of the market and natural evolution of family businesses cause that family venture capital are becoming more important. This funds are stand out by many of the characteristics in comparison to the others. It can make them more efficient concerning invested capital as well as for economy. The article highlights importance of family venture capital in economy and demand for analysis how they function. The emphasis is put on the characteristics which are transferred from family businesses to family venture capital.

**Key words:** venture capital, family business, private equity.